

完善证券市场的中小企业板建设，推动我国风险投资业发展

叶珊

(南方证券珠海营业部，广东，珠海，519015)

摘要：本文先在理论上阐述了风险投资与二板市场的密切关系，再通过借鉴 NASDAQ 市场及香港创业板，结合我国中小板自身的风险特点，围绕积极创新和加强监管，着重从率先全流通、防御流动性危机及保护投资者利益三方面来对完善中小板建设以推动我国风险投资业发展展开论述。

关键字：风险投资；中小企业板；创新；监管

引言

作为分步推进创业板建设的第一步，2004 年 6 月 25 日在深圳证券交易所推出的中小企业板块使中国创业板市场终于迈出了实质性的第一步，中小企业板也被称为“中国创业板的雏形”。回顾中国创业板市场曲折进程，可用“数载磨一剑”来形容。

早在 1998 年，鼓励我国风险投资发展被列为“两会”政协一号提案。在当时一度掀起创业板的炒作热潮，后来发展到管理层意识到在那种环境下推出创业板风险太大，而单独先开创科技板的设想又因考虑不成熟而被耽搁了。深交所其实也在 2000 年就开始了往创业板转型的尝试。但要建立一个独立的创业板市场，首先会面对法律障碍。创业板的运行规则和《公司法》在股本规模、上市企业 5 年成立期限、经营业绩等方面的规定有冲突。而且一个真正的创业板必须有以下特征：股本实行全流通，上市条件也应该有别于主板市场，主要支持成长型企业。即使是今天，我们仍不具备这些条件。

然而，从 2000 年第二季度开始，科技泡沫在世界范围内破灭。美国的纳斯达克市场哀鸿遍野，日本的纳斯达克市场则在互联网的寒冬中关闭。香港创业板指数在 2000 年 9 月创下新低，比高峰时下跌了 62%。这种内忧外患下，深交所的创业板在诞生前夜搁浅，近千家排队的中小企业陷入了漫长的等待，一等就是 3 年。面对中小企业融资难的迫切现实，而在有关制度层面又无法跟进的形势下，社会各层面逐渐达成共识：创业板市场建设可分两步走，第一步先过渡一下，新股上市进行分流，即上证所主要负责大盘股发行，深交所主要负责小盘股发行，并且与现行的股市一样，国有股和法人股暂不准流通；且在审核发行上市公司时，主要挑选已有一定收益、具高成长性并管理规范的高科技型企业和其他民营企业。然后经过探索、培育、试运作一段时间，根据我国证券市场总体发展情况，再适时过渡到低门槛、全流通的市场。按这种温和的改革思路，中小企业板变身创业板的渐进式路线日益清晰，中小企业板得以破题而出。

带有过渡性质的中小企业板，是适合我国现阶段国情的现实选择。它的最新启动带来了我国风险投资业发展的新契机，为风险资本投资增值开辟了新的路径，也为有针对性的机制

创新和加强监管留出了空间。

一、风险投资与二板市场

根据全美风险投资协会（NVCA）的定义，风险投资是由职业金融家投入到新兴的、迅速发展的、有巨大竞争潜力的企业（特别是中小型企业）中的一种股权资本；相比之下，经济合作和发展组织（OECD）的定义则更为宽泛，即凡是以高科技与知识为基础，生产与经营技术密集的创新产品或服务的投资，都可视为风险投资。风险投资的运作过程分为融资过程、投资过程和退出过程。风险投资退出是风险资本规避风险、收回投资并获取收益的关键。风险资本是以资本增值的形式取得投资报酬，不断循环运动是风险资本的生命力所在。

1、通过 IPO 上二板市场是风险投资退出的最佳选择

退出方式根据被投资企业的经营状况和外部金融环境而有所不同。风险投资存在三种基本退出方式，即公开上市、出售和清算。公开上市，即首次公开发行（IPO，即 Initial Public Offering）。IPO 通常是风险投资最佳的退出方式，原因是：IPO 可以使风险资本家持有的不可流通的股份转变为上市公司股票，实现盈利性和流动性，而且这种方式的收益率普遍较高；IPO 是金融市场对该公司生产业绩的一种确认，而且这种方式保持了公司的独立性，还有助于企业形象的树立以及保持持续的融资渠道。

由于主板市场的上市标准较高，监管严格，而风险企业一般是中、小高科技企业，在连续经营历史、净资产、利润额等方面均难以达到要求，因此在主板市场上上市通常比较困难。因而不少国家都设有专为高科技企业和风险投资服务的二板市场，如美国的 NASDAQ 市场、英国的 AIM 市场。二板市场比主板市场上市略微宽松，上市规模偏小，主要为具备成长性的新兴中小企业和风险投资企业提供融资服务，这更加强了通过 IPO 方式退出投资的吸引力。

公开上市是风险投资家的首选，是实现风险投资价值的最佳途径。公开上市又以发达的资本市场为前提，由于风险企业多为初创阶段的高科技公司，企业规模小、风险高，难以满足在主板上市的要求。于是，门槛较低的二板市场就成了风险企业上市的理想场所。

2、二板市场的特点

二板市场是与主板市场相对应的权益市场，是指主板市场之外的、专门为中小企业提供筹资途径的一个新兴股票市场，它与主板市场一起构成了一个多层次的资本市场。二板市场与主板市场的主要区别在于服务对象不同，从而使得上市标准和监管措施都有区别。

与主板市场相比较，二板市场有以下特点。首先，上市门槛要低于主板市场。二板市场对盈利和公司规模的要求比较低，这是因为它主要面对创业企业，看重的是成长能力而不是当前的财务基础；同时，知识经济改变了对企业的衡量标准，使得企业的科技资源成为核心竞争力，而传统的资产负债以及盈利状况变得次要。其次，信息披露比主板要求高。二板的风险主要来自信息不对称，所以，各交易所都全面强调信息及时准确披露的重要性。信息披露成为二板市场最重要的监管原则。在一些市场还实行保荐人制度，保荐人起到督促和强化信息披露的作用。第三，一般采用场外交易系统，而且以做市商制度（Market Maker Rule）

维持市场的活跃性，买卖双方无需等待对方的出现，做市商会作为对方而促成交易，从而加强了市场的流动性，而且做市商还会提供研究报告，帮助投资者作出投资决策。

3、二板市场与风险投资的发展息息相关

其中的逻辑是：要促进高新技术中小企业的发展，必须有风险投资的进入；风险投资要进入风险较大的从事高新技术的中小企业，必须先要有一个成熟、有效、完善的风险投资的退出机制和退出渠道；要建立风险投资的退出机制和退出渠道，必须先有一个为此服务的、充满活力的二板市场的存在。二板市场以其自身的资本性质和结构，能够为技术发明和创新提供长期直接融资，最大限度地分散风险，满足高新技术产业发展的需要，并通过对创业者和科技人员的股权激励，通过对风险投资定期退出的制度安排，鼓励创业者和科技人员的创业积极性，鼓励风险资本的进入。同时，二板市场的发展也需要风险资本的支持，如果没有风险资本的支持，许多高科技和成长型的企业就根本无法启动和继续生存下去，二板市场也就没有了充足的上市公司的后备力量，造成发展后劲不足，甚至可能落到有其名无其实的尴尬境地。

4 NASDAQ——二板市场的楷模

二板市场的鼻祖就是 NASDAQ 市场，是 1971 年由全美证券交易商协会（简称 NASD）在华盛顿建立的一个自动报价系统。经过 33 年的发展和不断完善，NASDAQ 市场被全球公认为最成功的二板市场，堪称二板市场的楷模。它的成功并不是偶然的，而是主要源于以下的因素：

其一，具有特色的上市公司双轨制。1982 年，NASDAQ 市场针对上市公司开始实行双轨制，其中之一由 NASDAQ 市场中最优秀的一些公司组成，被称为 纳斯达克全国市场。其余的公司则组成 纳斯达克小型资本市场。通常，较具规模的公司证券在纳斯达克全国市场进行交易；而规模较小的新兴公司证券则在小型资本市场进行交易。

其二，完善的电子交易系统基础。NASDAQ 市场采用高效率的电子交易系统（Electronic Communication Networks，简称 ECNs），它没有设置证券交易大厅，这个市场在世界各地一共装置了 40 多万台计算机销售终端，向世界各个角落的交易商、基金经理和经纪人传送多种证券的全面报价和最新交易信息，使全世界的投资者都能买卖市场上的股票。NASDAQ 市场由于采用计算机化交易系统，因此其管理与运作的成本低、效率高，它代表着更加现代化的交易方式，为全球交易方式的革命树立了良好的榜样。

其三，独特的做市商制度是核心。流动性是决定市场运作的最重要的指标。NASDAQ 充分考虑了流动性，因此采用多个做市商制度，这些公司可随时动用资金买卖 NASDAQ 市场各类上市公司的股票。现在，NASDAQ 市场的股票拥有 50 个甚至更多的做市商，平均有 15 个左右的做市商为 1 个上市公司交易，每天交易量达到 20 亿股。这保证了股市无论在熊市还是牛市都能保持更好的流动性。做市商制度是 NASDAQ 市场的核心，也是其有别于其它交易所。通过使用先进的电子技术和竞争激烈的做市商制度，NASDAQ 市场最大程度地保证了证券市场的流动性、有效性和公开性。

其四，宽松的上市标准与严格的摘牌制度相得益彰是关键。NASDAQ 市场清楚地认识到当今信息社会的新兴企业具有与传统企业截然不同的特点，技术含量高的企业往往具有惊人的增长潜力。相对宽松的上市标准，鼓励和扶植新兴高新技术企业上市，是 NASDAQ 鲜明的特点。同时，NASDAQ 市场实施规范的市场退出机制，不断将不合格的上市公司甚至

管理者清除出市场，不但优化了资源配置，而且提高了市场形象。两者完美配合保证了该市场新陈代谢机制的良好运行，这种吐故纳新也是 NASDAQ 成功的关键。根据彭博资讯（Bloomberg）数据显示，2002 年 NASDAQ 市场增加了 128 家上市公司，而摘牌的公司则有 609 家之多，2003 年在增加 226 家上市公司的同时，有 524 家公司被摘牌，截止 2004 年 8 月新增加和被摘牌的公司分别达到了 193 家和 229 家。从 2002 年至今，NASDAQ 市场上上市公司数量在 3200-3600 家左右徘徊，与历史上曾经达到的 5487 家相比，已经减少约 4 成。

其五，风险控制法制化是保障。NASDAQ 的风险控制，其手段和措施已经法制化和程序化。它有两个手段：股票发行监管和交易活动监管。股票发行监管对在 NASDAQ 上市发行活动实行紧密监督，以维护市场秩序和投资者利益。交易活动监管是该系统对所有上市企业的交易活动实行实时监管，以保证交易活动的真实性和秩序化。这两种做法和分工并没有其它特别之处，但其手段的先进性和严密性有效地维护了市场秩序和投资者利益。在 33 年的发展中，NASDAQ 一直较好地控制了风险，避免了重大事故发生，较好地处理了发展与风险控制的关系。

NASDAQ 的以上成功经验也为我国二板市场的运作及风险投资的发展提供了宝贵的借鉴。

二、我国二板市场分析

1、我国中小企业板的市場设计与制度安排

现阶段中小企业板块既在主板市场的制度框架下运行，同时又是相对独立于主板市场的一个板块。在实施框架总体设计中包括 两个不变 和 四个独立，这充分体现了与现有主板的联系和区别。两个不变 即中小企业板块法律、法规框架不变和上市门槛不变是前提，而 四个独立 即运行独立、监察独立、代码独立和指数独立是运行手段，体现了与现有市场的衔接和相对统一，有利于市场稳定。四个独立的安排使得其在相对独立中拥有了作为新市场的运行环境，既为中小企业板块的创新留出了相对广泛的空间，同时也为最终走向创业板埋下了伏笔。

针对中小企业板块的市场设计，作出了相应的三种制度安排：

一是发行制度。实施方案主要安排主板市场拟发行上市企业中流通股本规模相对较小的公司在该板块上市，并根据市场需求，确定适当的发行规模和发行方式。根据该板块的特点和现有主板因素，这类上市公司将锁定较好成长性和较高科技含量的中小企业，流通股本规模将在 5000 万股以下。

二是在交易和监察制度上作出有别于主板市场的特别安排。这些安排是在现阶段较大限度的交易所层面的制度创新，更加体现了市场透明度，提高了信息披露的有效性和及时性。其中，包括改进开盘集合竞价制度和收盘价的确定方式；完善交易信息公开制度等。

三是公司监管制度。针对中小企业板块上市公司股本较小的共性特征，还实行比主板市场更为严格的信息披露制度，将使投资者更全面准确的了解公司情况。另外，新的退市机制，将使公司股票退市后至股份代办转让系统交易的时间缩短。

可见，这些制度安排在创新的基础上，一方面客观上提高了市场透明度以及信息披露的

有效性和及时性，突出了更加注重投资者权益和利益，另一方面也将使该板块对主板可能存在的影响控制在一定范围之内，并能根据板块特征进行有效的监管和调控，实现了板块对主板影响范围和影响程度的有限性和可控性。

2、我国目前中小企业板的缺陷

(1)、首先是股权分置的先天性制度缺陷。中小企业板基础制度延用的仍是主板市场制度，上市公司股权同样被分割为非流通股和流通股两部分。股权结构的人为割裂，使得同股同权同利基础丧失。利益的差别导致非流通股股东和流通股股东各自追求不同的目标，一股独大的股权结构则为大股东凭借其控股地位侵占相关者的正当利益提供了现实可能性。在中小企业板上市的民营企业，同样可能利用先天存在的“制度性”缺陷，来达到大股东利益最大化及侵占少数股东利益的目的。在已上市的 30 多家中小企业板上市公司中，民营家族企业占 80% 以上，平均控股达 50% 左右。中小企业板上市公司中已发生的问题，如江苏琼花失信事件，进一步说明了“制度性”缺陷的危害性。而上市公司之所以轻易把信息披露制度的约束置于脑后，根本原因还是国内证券市场制度本身有缺陷。中小企业板的股权分置容易激化市场既有的矛盾，也会为整个资本市场的全流通增加新的困难。

另一方面，中小企业板由于与主板一样存在流通的限制，资金回流成为一个问题，必需的资金回流链被掐断，创投资本的选择空间很小，介入的可能性大大降低。激活风险资本最根本性的资本市场退出功能的缺乏，使中小板对风险投资的促进作用受到抑制。清科创业投资研究中心对国内外 80 家创投机构的调查也体现了这一点，调查结果为：61.95% 的本土创投机构和 57.14% 的外资创投机构认为，上市后法人股三年内不能转让将阻碍创业投资通过中小企业板实现退出。

(2)、中小企业板与创业板仍有不小的一段差距。主要表现在中小企业板块的进入门槛较高，上市条件较为严格，接近于现有主板市场：企业连续三年盈利，净资产不得低于总资产的 30% 等条件，依然是进入中小企业板上市名单的“硬件”。到目前为止，实际上还是主板的一个部分，并不是一个多层次市场。而创业板的进入门槛较低，上市条件较为宽松，属多层次资本市场的范畴。相比之下，NASDAQ 上市标准比较适合中小企业的要求。进入的低门槛是那斯达克鲜明的特点，也是其成功的重要因素。

(3)、中小企业板定位为“中小企业”服务的界定比较含糊，特色也不鲜明。什么样的企业是中小企业？现在说是个中小企业板块，实际上规定了股本在 5000 万。国家发改委规定资产规模小于 4000 万叫中小企业，即使负债率是 50%，股本也就是 2000 万。所以按不同口径，真正的中小企业还达不到那个标准。特别是在股权分裂的情况下，非流通股与流通股的同时存在与数量差异就使得这种确定成为更为困难的问题。原来的主板上市公司里中小企业比较散乱，特点不突出，在新的中小板也没有形成自己的特色，无法为真正创新型中小企业服务，实现建立多层次资本市场的制度要求，从而无法有效地促进风险投资的发展。而 NASDAQ 市场则带有鲜明的高科技特色，占 NASDAQ 市场份额最大的是信息产业，其中计算机、电子及办公设备三个行业的市值占总市值 30% 左右，全美国 80% 以上的计算机、电子、生物工程类的上市公司都集中在 NASDAQ 市场上，包括像微软、雅虎、英特尔、苹果、康柏等著名高新技术企业。可见，NASDAQ 为高新技术风险投资开辟了一个良好的渠道。

三、完善中小板建设，推动我国风险投资业发展的对策

如前所述，二板市场与风险投资的发展紧密联系。因此，推动作为我国创业板雏形的中小企业板建设，营造有利于其稳定健康发展的环境，实现其向创业板的渐进变革，对发展我国的风险投资事业有着非同一般的意义。下文将借鉴国际上先进创业板市场的经验，着重从创新和监管两方面探讨推进中小板建设的措施。

1、率先实现全流通，以创新实现风险资本的有效退出

（1）中小板率先实行全流通的必要性

中小企业板因为基本沿用了主板的制度，也就沿袭了主板的制度缺陷。股权分置的先天性不足，更容易激发市场的固有矛盾，加大市场的风险，面临大股东弄权、治理失灵，股价虚高等问题。而且，在中小企业板上市的多数是民营企业，即自然人直接、间接控股，比国有企业的“一股独大”存在更大的监管风险和道德风险隐患。在股权分置这个致命的制度缺陷面前，再多的其他所谓制度约束也只会显得苍白无力。

中国的主板市场就是股权分置的前车之鉴。由于创立之初没有实行全流通，大约 70% 的股本被封存，30% 的流通股承担着上市企业的所有资产价值，导致股票价格虚高。中小企业板以承接小盘股为己任，在制度设计上却妥协于现有的法律框架，和主板市场规则一脉相承，其股价虚增的泡沫风险不言自明。

可见，只有在中小板率先实行全流通，投资者将真正拥有话语权，公司高层只作为经营层运作公司的具体业务，才有助于公司实现法人治理结构的优化，培育高素质的公司以及降低市场风险。这是克服“一股独大”弊病的关键，也是推进中小板建设、促使其向创业板渐进变革的关键。

而中小板退出渠道的不通畅使创业业盈利的方式不完整，产业链的资本循环与增值无法形成有效的模式。只有在中小板率先实现全流通，才能激活其作为风险资本最根本性的资本市场的退出功能，为风险投资提供有效的退出渠道，解决我国风险投资发展的瓶颈问题，进一步建立和完善我国风险投资体系。虽然中小板不是专门为风险投资的退出而设立的，目前主要定位于协助构建多层次资本市场、解决中小企业的融资难问题，但它是当前我国风险投资机构从原企业退出以便进入新一轮高科技项目投资的重要保障。考虑到风险投资公司通过股权转让一次变现的特殊运动规律，风险投资公司投资企业所形成的股权应该可以流通，相应地中小板不再有非流通和流通股之分，因此应该是个全流通的市场。

（2）中小企业板尽早实现全流通的可行性

首先，中小板有全流通的先天之利。主板企业全流通的最大障碍是主板企业的非流通股占有相当大的比重，不容易突破。以中小板目前的规模（截至 2004 年底仅发行 38 家）和股权结构，要推行全流通不会对市场产生像主板“国有股减持”那样大的冲击，具备全流通的先天有利条件。据深交所资料显示，截至 2004 年 7 月 30 日，中小企业板块 32 家公司中，民营企业 28 家，占中小企业板块上市公司的 87.5%；从已上市的 29 家中小企业股本结构看，属国家控股，包括国有股和国有法人股只占总股本的 10%。由此可见中小企业板在解决全流通方面，处理国有股比较容易，对市场压力较小，完全有条件尽快实现全流通。而且，民企没有像主板的“保护国有资产”的包袱，处理起来遭受各方面的压力会相对小很多。中国

证监会前主席刘鸿儒也认为，对中小企业板实施全流通的时间表，步子还可以再快一些。

其次，中小板全流通风险可控性强。对创业板上市企业非流通股股东做出一定的期限限制，主要是基于保护投资者特别是中小投资者合法权益的考虑，防止发起人通过过度甚至虚假包装来误导或欺骗投资者，从而达到上市后迅速套现走人的目的。目前我国中小板上市企业仍然要遵从发起人股三年内不得流通，三年后也只能通过协议转让的规定，主要是源于套现方面的担心。其实这种套现的风险一方面可通过采取 诚信一票否决制 来避免，对于缺少诚信的上市公司，其全流通方案可能会无限期置后。另一方面，可以通过把握全流通试点的条件来降低市场的风险，应该对符合以下条件的企业倾斜：即 100%民营、有科技含量；近年来业绩较好；在深交所建立的企业诚信档案中无 前科 。这样，能使全流通公司的主要股东和管理层一般都比较注重公司的长远利益，以持续的发展和良好的业绩来回报投资者。

有关专家建议， 中小企业板要过渡到创业板，可以以量变推动质变，中小企业板要尽快形成市场规模，可以参照香港创业板的经验，在公司家数达到 50 家时编制单独指数，在保障投资者的利益的前提下尽早实现全流通。

2、防御市场流动力危机，中小企业板建设不容忽视的关键

新兴中小企业的小盘股票通常会遇到的一个问题是流动性不足，全世界的股票市场都在寻求更好的方法来提高小盘股票的流动性。在二级市场的良好流动性是股市发挥功能的保证。流动性良好的市场才能使中小型企业接通公众资本市场，使资本顺利流入创新企业。成功的企业家和风险资本家才能收获其劳动成果，并以此鼓励其他企业家去冒风险开创新事业。因此，积极防御市场流动力危机，是推进中小企业板建设不容忽视的关键。

（1）交易制度创新

国际证券市场存在着两种基本的交易制度，做市商报价驱动交易制度与委托指令驱动交易制度。目前，国外创业板市场的交易机制大部分采用以做市商为交易主体的自动报价系统，其主要原因是，在创业板市场上市的证券不但具有高风险的特征，而且因公司规模小，市场上的流通股份较少，如果采用以指令驱动为特征的电子自动对盘交易系统，可能会出现上市证券的流动性较低，价格波动较大的情况。而做市商为交易主体的自动报价系统，有助于克服这些缺点。

美国 NASDAQ 市场就是采用了做市商制度，保证了股市无论在熊市还是牛市都能保持更好的流动性，这也是 NASDAQ 在全球创业板市场一枝独秀的主要原因之一。NASDAQ 的成功经验值得我们学习，而香港创业板这些年的发展情况也给中小板提供了可借鉴的宝贵经验。

四年前，香港创业板成立伊始，港交所希望它能成为亚洲的纳斯达克，让亚洲科技网络巨头引领香港创业板走向繁荣。香港创业板在此期间也的确成功孕育了一批有实力的企业，无奈随着市场的发展变化，这些企业陆续选择了离开，转投主板挂牌。当 Tom.com 等优质及市值较大的企业陆续离开时，这也就说明香港创业板存在着如何保留优质企业的问题。虽

深圳中小企业板问世在即：新鞋是否还要走老路，财富证券网，2004,04,13

创业板 VS 中小企业板 香港仍具优势，中国证券网

然创业板中某些个股有较好的流通性,但整个市场却始终给投资者一个流通性比较低的负面印象,而这种印象是最终导致创业板的融资能力不及主板的重要原因。可见,股份流动性低直接导致了频繁的转板行为及香港创业板形象每况愈下。有数据显示,目前的香港创业板日均成交金额在 6000 万港元左右。总体来看,香港创业板的流动性明显不足。

目前我国的中小企业板仍然延续了主板的交易制度,采用了委托指令驱动交易方式。与香港创业板比起来,中小板暂时比香港创业板活跃。中小企业板日均成交额已达 7.97 亿元,从 2004 年 7 月 2 日至 2004 年 8 月 25 日期间的日平均换手率高达 6.2%,相当于香港创业板日均换手的最高水平。在设立的初期,暂时还不会有流动性不足的问题。但随着上市企业的增多,中小板上市公司的规模小、风险大的特点亦决定了其迟早会面临流动性差的缺陷,部分股票肯定会碰到交易不活跃、流动性差的问题。因此,我们有必要未雨绸缪,对此早做准备,以免重蹈香港创业板的覆辙。

海外的大多数创业板市场都逐渐从单一的交易制度向混合式交易制度转变,一方面对交易活跃的股票采用委托驱动交易方式以减少成本,另一方面对一些流动性较差的股票引进做市商报价驱动的交易制度以保证流动性。海外创业板市场的实践证明,混合式交易制度比单一的交易制度更有利于创业板市场的运作和发展。我国在今后适当的时间可考虑对部分股票的交易引入做市商报价驱动的交易制度,以增加交易的流动性。

(2) 建立股市新的流动力提供机制

除了交易制度对市场流动性的重要影响以外,主板的市場表现也对中小板的流动性有着很大的影响。如香港作为国际金融中心,证券市场波动受其他发达国家金融市场的影响很大。香港创业板在受到本地主板影响的同时,也与美国纳斯达克市场走势形成联动。中国资本市场处于开放过渡期,深圳中小板目前主要受主板市场的影响。

自 2001 年 6 月的国有股减持悬起了中国股市的“达摩克利斯之剑”以来,中国股市就步入了长达数年的漫漫熊途。制度的内在缺陷因市场化力量的不断加强而爆发,使中国股市正走向全面的危机,几次都几乎崩盘,说明了我国股市的运行安全正受到严重的威胁,需要我们认真反思。股市持续性的极度低迷严重地挫伤了投资者参与的积极性,股市离流动性危机爆发越来越近。唇亡齿寒,中小板自然是难以逃脱。那么,谁来为低迷的股市提供流动力呢?当前中国低迷的股市需要建立新的流动力提供机制。

所谓的股市流动力提供机制,是指由各种市场流动力提供者包括极短期、短期、中短期、中长期以至作为“最后防线”的流动力提供者,构成的完整的市场流动力提供网络。他们基于坚信股市中大多数人的决策是错的,只要在关键时刻成为大多数人的对手就会有不菲的收益,就做出反向操作因而成为市场流动力提供者。

美国市场的流动力提供机制是很完善的,流动力提供者按时间由短至长顺序,主要包括股票专营商、做市商、对冲基金、私募基金、养老基金等。他们的共同特点是注重逆势操作,从而可以为市场提供流动力支持。尤其是政府相关部门的财力支持,为市场提供最后一道也是最关键的流动力支持,在市场生死存亡的关键时刻,政府的“最后防线”如何操作可能决定股市的前途和命运。

而在我国股市发展史上,一直以满足国企“融资”需求为目标,股市流动力机制并没有被放在市场应有的组织建设上,历史上主要的庄家、信用交易和私募基金等流动力提供力量都是自下而上产生的,在资本市场规范发展的过程中又逐渐被削弱了。而作为“规范化”发展的证券投资力量,如证券投资基金、保险基金、社保基金经过大量实证研究表明其主要操

作特点是顺势而为，而不是 逆势操作 这个提供流动力的根本保证。另外，由于我国股市长期不注重投资者权益的保护，使像保险、社保基金等本应长期投资性运作的资金却侧重于短期投机，因此这些基金都难以成为市场流动力提供者。而政府作为股市的最后防线，在经过早期鲜明的 政策市 后，近年来为了加快市场化转型，行政干预意愿正在逐步淡出。

可见，在目前我国股市持续低迷的情况下，市场面临着流动力严重缺失的问题，流动力危机一触即发。中国证券市场是一个 转轨+新兴 的市场，这个特征决定了在中国的资本市场，政府仍然不能离市场太远。政府必须行使起股市 最后防线 的功能，以在最后危机关头保证股市不彻底崩溃。对此，我们可以借鉴国外成熟市场的经验，建立更为合理的市场化的流动力提供机制，干预股市流动力危机。如 1987 年美国股灾时，美国联邦储备出手相救，为市场提供了 无限度 的信贷资金，挽救了股市危机，使 1929 年的悲剧没有重演，保护了美国股市的组织体系，为上个世纪 90 年代的大牛市奠定了基础。香港政府在亚洲金融危机时也采取盈富基金直接入市的方式为市场提供流动力。这两种模式都是我们可以尝试的。这种干预与计划体制下的干预最大的不同就是，用政府的力量完善市场的功能。

3、加强监管，切实保护中小投资者利益，以增强中小板市场吸引力

在 2004 年 中国股市制度缺陷的根源在哪里 的调查里，有 44.76%的投资者认为 股市偏重圈钱，资源配置效率低下 。另有 36.94%的投资者则认为 监管不力，导致市场违规、违法成本过低 。98.10%的投资者认为 中国股市的现行制度并没有有力地保护投资者的利益 。因此，加强监管及切实落实中小投资者利益保护、提升中小板市场吸引力，成了市场建设的重中之重。

（1）保护中小投资者利益任重道远

长期以来，由于我国股市的种种制度缺陷和先天不足，投资者的合理权益没有得到充分的重视和保护，股市投资无法得到应有的回报。所谓 应有的回报 ，最低标准是不低于长期国债投资的回报水平，从正常的标准看，应该再加上风险溢价 3.5%（这是美国的数据），现阶段我国长期国债的收益率在 4%左右，所以，股市投资者的 应有的回报 应在 7.5%上下，而上市公司无法给予投资者如此高的分红回报。以 2003 年年度报告的数据计算，股价以 2004 年 6 月底的最后一个交易日的收盘价为准，基金集中持有的 50 只 核心资产 的红利回报率是 1.53%，与 4%的底线相差甚远，更不用说 7.5%的 应有的回报 了。从总体看，投资者得到的上市公司红利不足以支付交易费用。到 2003 年底，证券市场上缴印花税 1965 亿元，但上市公司分红只有 1844 亿元，流通股股东只分红 600 多亿元，还要缴纳 20%的分红所得税，实际只有 500 多亿元。可见，我国资本市场是一个没有合理回报的资本市场，因此是没有生命力的。尤其是在股权分置这个致命的制度缺陷背景下，流通股股东在市场中更是处于极不平等的地位。长此下去，市场对流通股股东的吸引力就会日渐减少，市场运行也会偏离正常发展轨道。要切实保护投资者利益，必须解决广大投资者得到合理的回报的问题。

而我国证监会于 12 月 7 日正式出台的《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》，是解决股权分置制度性缺陷的阶段性的手段。该规定旨在保护中小股东合法权益，赋与了中小投资者对上市公司重大事项的特有的发言权和表决权。其核心要点是鼓励现金分红和重大事项类别表决制度。流通股股东的利益通过这种制度安排在一定程度上得以保护，但是，鼓励分红不是强制分红，类别表决机制在抑制上市公司再融资冲动的作用也比较有限。如宝钢、福田汽车再融资案在类别表决机制下获得顺利通过就是案例。在这种背景下，中小企业板也

和主板一样，容易沦为大股东圈钱的工具，造成不佳的市场形象。

另外，中小板市场作为创业板的雏形，除了与主板市场存在同样的问题外，还存在特有的风险因素。首先是价值判断风险。严格意义的创业板市场是一个买卖企业预期的市场，投资者投资的是企业的未来，而对企业未来的预期其本质上是不确定的，是隐藏风险的；其次是市场过度投机风险。中小企业板相对较小的流通股本总额、上市数量较少，在市场资金充裕的情况下容易被控盘炒作，而且市场本身以机构投资者居多，炒小盘股必然要炒到很高的价位，从而导致股价暴涨暴跌。因此，中小板的特有风险给监管增加了难度，向加强监管提出了进一步的要求，也说明了保护中小投资者利益任重而道远。

（2）加强监管，解决诚信危机

其实，在中小板的制度建设上，管理层也推出有深化发行制度改革的保荐人制度及强化了信息公开披露制度，一度被认为将对提高上市公司质量和中小投资者利益保护产生重大影响。然而半年未到，江苏琼花事件的被披露无疑为这些制度的前景蒙上了阴影。接下来中小板上市公司接二连三出事，如精工科技、苏泊尔等，一再挑战着管理层的监管。这就说明了琼花案并不是个案，而是整个市场的诚信出了问题，诚信危机才是打击中小板市场信心的最直接因素，它甚至影响到市场健康发展的根基，解决诚信危机也就成了摆在管理层面前的最现实和迫切的问题。

企业越小，风险越大。创业板是风险板，中小企业板也是风险板，不但有经营上的风险，而且还有道德上的风险。关键是管理层怎样在监管上加以防范。我国证券市场监管的致命缺陷就是违规成本太低，从而使制度约束力被大大削弱了。像江苏琼花这样一个非常明显的违规事件，处罚结果等了几个月都没有出来，投资者甚至都没有办法采取法律的措施保护自己的权益，这样的结果会更加的恶化，违规造假不处罚或者处罚太轻是导致上市公司问题不断的根源。

就算是先进的NASDAQ市场也曾经暴露出诸如世界通讯公司财务丑闻等问题。2002年，美国第二大电信公司世界通信公司涉嫌巨额财务欺诈的丑闻曝光，导致世通公司宣布破产。这使其成为美国有史以来最大的一宗公司破产案。公司市值也从最高时的1150亿美元跌至10亿美元。此次丑闻还牵连到国际五大会计师事务所之一的安达信美国公司，使其退出从事了89年之久的上市公司审计业务。世通事件和琼花事件都折射了一个在高度市场竞争条件下，企业面临着的会计真实以及由此引发的诚信经营问题，但相比之下两种截然不同的处理方式，又给我们带来了怎样的启示呢？

因此，要解决诚信危机和防范道德风险，首先必须对企业的违法行为予以严惩，加大其违规成本，并完善各项监督管理机制，强化诚信体系建设，同时将建立上市公司诚信档案管理系统和诚信评价体系，并根据评估结果对上市公司实施分类监管。这样才能最终维护社会经济体制的正常运行，也才能真正保护中小投资者的利益。

其次，加强监管可从制度制衡着手，解决诚信危机。美国2002年的安然事件曾让股市经历了一场大动荡。美国金融市场监管者痛下决心，依靠制度制衡来解决瘟疫般的诚信危机。2002年下半年，美国颁布了《2002年公众公司会计改革和投资者保护法》（简称SOX法案），标志着自上世纪30年代股市崩溃以来最大规模的证券业管理制度改革达到高潮。SOX法案要求在上市公司公开披露的信息中，须附有首席执行官(CEO)和首席财务主管(CFO)的承诺函，保证所提交的定期信息披露报告的真实性。要求公司CEO/CFO本人承担不当行为的法律责任，这为监管机构查处财务欺诈提供了强有力的法律武器，弥补了监管体系上的漏洞，使公司的激励机制与责任追究机制达成某种平衡。这样的制度制衡发生了很大的作用，至少

在两年中美国没有再爆出安然事件那样的丑闻。

中国的资本市场由于缺乏完善的法人治理结构更需要严格的法律制度制衡,秉承三公原则,这样才能切实保护中小投资者的利益,并使人们重新建立对股票市场的信心,从而增强中小板市场吸引力。

总之,只有不断地完善中小企业板建设,建设其健康发展的市场环境,才能促使其向创业板成功渐进变革。只有有了与风险投资发展相对称的、发达的创业板市场,才能最终解决我国风险投资业发展的瓶颈问题,以此取得风险投资业的大力发展并使我国经济实现高效率的增长。

参考文献:

- [1] 范柏乃,现代风险投资运行与管理,同济大学出版社
- [2] 王国刚,中国资本市场热点研究,中国城市出版社
- [3] 刘德学、樊治平,风险投资运作机制与决策分析,东北大学出版社
- [4] 马君璐、马晓军、翟金林,风险投资与风险资本市场,南开大学出版社
- [5] 清科创业投资研究中心,2004,中国创业投资高速发展,中国风险投资网
- [6] 周涛,中小企业板:有限利好,中国风险投资网
- [7] 深圳中小企业板问世在即:新鞋是否还要走老路,财富证券网,2004,04,13
- [8] 王守仁,新形势下创投的策略选择,财富证券网,2003,09,10
- [9] 从香港创业板看深圳中小板,财富证券网,2004,07,23
- [10] 创业板 VS 中小企业板 香港仍具优势,中国证券网
- [11] 借鉴国外经验,发展我国风险投资业,慧聪网,2003,07,29
- [12] Thomas Hellmann :A theory of strategic venture investing. Journal of Financial Economics 64(2002)

Promote the construction of board of medium and small-sized enterprises market of stock market, develop venture investment of china

Ye shan

(China South Security Cooperation, Zhuhai Branch, 519015, China)

Abstract: Firstly, this article expatiated the close relationship between the venture investment and the second board in stock market, then using NASDAQ Market and the second board in Hong Kong for as examples, discussed the character of the second board of medium and small-sized enterprises in

China, enclosing innovation actively and supervision intensively, lastly gave suggestion on three ways of how to develop the venture investment, they are prior completed circulation, recovery the crisis of fluxion power and protection of investor's benefit.

Keywords: venture investment; the second board of medium and small-sized enterprise; innovation; supervision